



Investeringskommentarer

ValueInvest Global

4. kvartal 2022

ValueInvest
DANMARK

Markedsudvikling

Blandt de mest interessante faktorer, der påvirkede aktiemarkederne og investorernes stemning i sidste kvartal af 2022, var makroøkonomiske tegn på, at den amerikanske inflation har toppet, og nyhederne om, at Kina lempet deres strenge Covid-restriktioner, hvilket kan bidrage til at genoplive de globale forsyningskæder. Men det børsrally, der til tider er set før jul, udfoldede sig ikke. I december genererede alle 11 hovedsektorer tab, hvor de defensive og ikke-cykliske sektorer som Forsyning, Medicinal og Stabilt Forbrug faldt mindre end markedet, da globale aktier faldt kraftigt i årets sidste måned. Selskaber med høj markedsværdi som Tesla, Amazon.com og Apple tyngede det samlede afkast for Morgen Stanleys Verdensindeks (MSCI Verden) og sektorerne Cyklisk Forbrug og IT i 4. kvartal, hvilket måske ikke var nogen overraskelse i betragtning af det inflationære pres på forbrugernes købekraft.

Sektorer

De tre sektorer, der i MSCI Verden klarede sig bedst i 4. kvartal var Energi, Industri og Råvarer, mens de tre sektorer, der klarede sig dårligst, var Cyklisk Forbrug, Kommunikationstjenester og IT.

Performance

Vores defensive bottom-up-strategi, der balancerer kvalitet og værdiansættelse, leverede solid relativ kapitalbeskyttelse under de udfordrende markedsforhold i december. I løbet af denne måned mistede MSCI Verden næsten hele den gevinst, der var akkumuleret i oktober og november, da højere renter pressede værdiansættelsen ned i visse dele af markedet. Som følge heraf leverede ValueInvest Global en stærk outperformance i sidste kvartal og genererede et solidt positivt afkast. Alligevel er den Globale portefølje faldet for året som helhed, men

har tabt væsentligt mindre end markedet. Vores fokus på at investere i robuste selskaber har været kilden til kapitalbeskyttelse, siden etableringen af ValueInvest i 1998.

I 4. kvartal var vores fokus på defensive sektorer så som Stabilt Forbrug og Medicinal kombineret med lav eksponering til IT gavnlige. Manglende investeringer i Energi og Finans var en hæmsko for den relative performance.

Aktieudvælgelsen gjorde det tunge arbejde i 4. kvartal. Den Globale portefølje er investeret i 7 af de 11 hovedsektorer, og disse investeringer tilsammen på sektorniveau klarede sig alle bedre end de respektive sektorafkast, om end kun marginalt i Stabilt Forbrug. Mest imponerende var performance i Cyklisk Forbrug, hvor porteføljens investeringer tilsammen gav et solidt positivt afkast drevet af en positiv performance af aktier så som Swatch, adidas, Sodexo og H&M, i modsætning til det betydelige fald, der ellers kendetegnede sektoren i kvartalet.

Negative og positive afkastbidrag

De mest negative bidrag til afkastet i 4. kvartal kom fra Roche, Kao og Diageo.

3. kvartalsresultaterne fra Roche, det schweiziske lægemiddel- og diagnostikselsskab, var til den svage side på baggrund af covid-relateret omsætning, f.eks. faldende omsætning af covid-tests i diagnostikdivisionen. Markedet havde håbet på en opgradering, men Roche ændrede ikke sine helårsudsigter med forventning om lav encifret vækst. Eksklusive valutapåvirkning var omsætningen i lægemiddeldivisionen uændret efter 9 måneder. Det er positivt, at nedgangen i omsætningen forårsaget af kopi-produkter til de tre lægemidler Avastin, Herceptin og MabThera/Rituxan er mindsket, men til gen-

gæld oplever Lucentis og Esbriet en stærkere end forventet konkurrence fra generiske lægemidler, hvilket sandsynligvis betyder, at den samlede nedgang i omsætning fortsat vil ende på CHF 2,5 mia. for året. Vi har dog tiltro til, at væksten af Roches nye lægemidler i de kommende år vil kunne mere end kompensere for omsætningsnedgangen i Avastin, Herceptin og MabThera/Rituxan. Roche leverede desuden skuffende resultater fra deres fase III-forsøg med et nyt lægemiddel mod Alzheimer.

Det japanske husholdningsprodukt- og kosmetik-selskab **Kao** skuffede markedet med sine 3. kvartalsresultater. Det store japanske hjemmemarked for husholdningsprodukter, produkter til personlig pleje og kosmetik er ved at komme sig, men ikke hurtigt nok til at tilfredsstille investorerne. Markedet tilpasser sig kun langsomt prisstigningerne, så højere inputomkostninger er strandet hos Kao i længere tid end forventet. Vi har tiltro til, at Kao over tid vil være i stand til at genoprette rentabiliteten baseret på en kombination af større volumen efter Covid og prissætning af deres produkter.

De mest positive bidrag til afkastet i 4. kvartal kom fra **Merck**, **Novo Nordisk** og **Sodexo**.

Merck, det amerikanske, globale medicinalsselskab, har overrasket aktiemarkedet positivt flere gange i år. De seneste nyheder fra selskabet viser også vellykkede forsøg med behandling af pulmonal hypertension, en form for højt blodtryk, der påvirker arterierne i lungerne og højre side af hjertet.

Det danske verdensførende selskab inden for diabetesbehandling, **Novo Nordisk**, har leveret stærke resultater og hævede sine forventninger tre gange i 2022, hvilket gav tocifret vækst i både omsætning og indtjening, inklusive en vis medvind fra en stærk USD. Selskabets grundsten, diabetes- (GLP-1) og fedmebehandling, viser stærke vækstrater og tilbyder en meget attraktiv kombination af store og ekspanderende tilgængelige markeder. Novo Nordisk er førende på begge områder. I 3. kvartal havde Novo Nordisk en omsætningsvækst på +15% (medmindre andet er angivet, er alle vækstrater eksklusive valutapåvirkning) drevet af det fortsat stærke momentum i GLP-1-divisionen, der voksede med +44%, mens fedme-divisionen voksede med +62% på trods af problemer i forsyningskæden. Novo udvidede sin førende position inden for GLP-1 til en markedsandel på 55,7% pr. august måned. Den stærke performance i GLP-1 overskyggede faldet på 15% i insulin-divisionen. Fedmebehandling er en stor mulighed; nogle analytikere forventer, at markedet vil stige til \$50 mia. i 2030 fra omkring \$2 mia. i 2021. Globalt set er mere end 760 mio.

mennesker overvægtige, men i dag behandles kun meget få. Med højeffektive lægemidler er fedme ved at blive et terapeutisk område, der kan komme til at spille en vigtig rolle i forebyggelsen af andre alvorlige sundhedsmæssige konsekvenser relateret til fedme, såsom risiko for hjertesygdomme, slagtilfælde og forhøjet blodtryk. Selvom Novo Nordisk har first mover fordelene, vil selskabet sandsynligvis få en vis konkurrence. Eli Lilly produktet tirzepatid er blevet tildelt fast-track status af FDA. Novo hviler dog ikke på laurbærrene, men stormer fremad og har offentliggjort gode fase II-resultater for CagriSema, som kan give et større vægttab. Mens Novo har overgået forventningen til resultater og efter vores vurdering har en af de mest attraktive langsigtede vækstprofiler blandt de store lægemiddel-aktier, har vi reduceret positionen i takt med, at sikkerhedsmarginen er blevet indsnævret.

Det franske cateringselskab og udbyder af kantineførselsmidler **Sodexo** har endelig genvundet sin tabte Covid-19-forretning til stor lettelse for aktiemarkedet. I 2022 oplevede selskabet en meget positiv udvikling med tocifret organisk vækst i omsætningen og en forbedring af marginerne. Sodexo vil også fokusere på at udvikle sin kantineservice for at øge medarbejdernes tilfredshed, når de vender tilbage til arbejdspladsen. Fremover ønsker selskabet at være mere selektivt og begrænse sig til kun at være aktiv i 50 lande. Sodexo forventer højere marginer efter covid end før covid.

Aktive porteføljeændringer

Ændring	Selskabsnavn	Land	Sektor	Specialbranche
Solgt	Seven & I Holdings	Japan	Stabilt Forbrug	Fødevarerbutikker
Reduceret	Asahi Group	Japan	Stabilt Forbrug	Bryggerier
Reduceret	ConAgra Brands	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer
Reduceret	Lamb Weston	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer
Reduceret	Pfizer	USA	Medicinal	Medicinalindustri
Reduceret	Novo Nordisk	Danmark	Medicinal	Medicinalindustri
Reduceret	Merck & Co	USA	Medicinal	Medicinalindustri
Øget	Orange	Frankrig	Kommunikation	Telekommunikation
Øget	H&M	Sverige	Cyklisk Forbrug	Detailhandel
Øget	adidas	Tyskland	Cyklisk Forbrug	Tøj, Accessoires & Luksusvarer
Øget	Danone	Frankrig	Stabilt Forbrug	Fødevarer
Øget	Essity	Sverige	Stabilt Forbrug	Husholdningsartikler
Øget	Diageo	Storbritannien	Stabilt Forbrug	Destillerier & Vinforhandlere
Øget	Unilever PLC	Storbritannien	Stabilt Forbrug	Personlige produkter
Øget	Nestlé	Schweiz	Stabilt Forbrug	Fødevarer
Øget	Ahold Delhaize	Holland	Stabilt Forbrug	Fødevarerbutikker
Øget	Intertek	Storbritannien	Industri	Analyse & Serviceydelser
Øget	Visa	USA	IT	Databehandling & Serviceydelser

Forventninger

På denne tid af året er det nærmest fast kutyme i den finansielle verden at kigge ind i krystalkuglen og komme med forudsigelser om alt, der har med de finansielle markeder at gøre. Selvom det er en interessant øvelse, anerkender vi ydmygt vores manglende færdigheder ud i denne disciplin, hvor vi kun kan fejle. Vi forsøger dog alligevel at

forstå den markeds kontekst, som vi går ind i 2023 med og tror på, at inflation og renter (nominelle og reale), ligesom i 2022, vil være vigtige drivkræfter for aktiemarkedet.

De nominelle renter er steget markant i løbet af 2022 efter 40 år med konstante fald, hvor den 10-årige statsobligationsrente i mange eurolande er steget til omkring 3% fra omkring nul ved udgangen af 2021. I Grækenland og Italien skal regeringerne nu betale mere end 4,5% for lån med 10 års løbetid. Tiden med gratis penge er forbi. Kreditspændene er blevet udvidet, hvilket har gjort det markant dyrere for selskaber at refinansiere gæld her i starten af 2023.

I 2022 så vi værdiansættelsesmultiplerne mindskes som følge af højere nominelle renter og ændret stemning blandt investorerne. I en historisk kontekst handler MSCI Verden nu til en "normal" værdiansættelse baseret på gennemsnittet af en hel markeds cyklus (P/E, EV/EBITDA, EV/Sales og EV/EBIT). Men, tænk hvis den nuværende inflation ikke nærmer sig det meget lavere forventede niveau. I så fald ville være rimeligt at forvente, at den nominelle rente vil stige endnu mere, med mere pres på multiplerne til følge.

Lad os vende os mod nævneren i værdiansættelsesmultiplen, indtjeningen, som også vil blive påvirket af inflationsniveauet. Indtjeningsforventningerne er rimelig uændrede, og indtjeningen forventes at vokse i 2023. Kort sagt, markedet er i øjeblikket villigt til at anvende den "normaliserede" P/E-multiplik på forretningsgrundlaget (bruttomarginer, driftsmarginer og afkast af aktiver), som er 1,5 standardafvigelser højere end gennemsnittet over en hel konjunkturcyklus. Dette kan vise sig at være en modig antagelse, da den historisk høje rentabilitet kan

komme under pres drevet af inflation. Desuden kan energiomstillingen og tendensen til de-globalisering medføre et højere omkostningsniveau.

Ethvert tegn på vedvarende høj inflation kan medføre højere renter i længere tid og potentielt belaste flere niveauer af resultatopgørelsen for selskaber, såsom yderligere inputomkostningsinflation, løninflation, energiomkostninger, transportomkostninger osv. Den perfekte storm er en med yderligere nedgang i værdiansættelsesmultiplerne og faldende indtjeningsforventninger.

Under alle omstændigheder forventer vi fortsat at se udsving på de finansielle markeder, herunder aktiemarkederne. Som sædvanlig vil vi benytte lejligheden til at lede efter kvalitetsselskaber, der kan blive ramt urimeligt meget på deres aktiekurs i forhold til deres mere stabile fundamentale egenskaber, så de kan erhverves til rimelige priser.

ValueInvest Global er godt positioneret til at møde, hvad 2023 end måtte byde på, understøttet af attraktive værdiansættelser og stærke kvalitets-egenskaber. Desuden tilbyder et stort flertal af selskaberne i porteføljen tjenester og sælger produkter, der er mindre afhængige af verdensøkonomiens velbefindende.

Generelt søger vi at identificere selskaber med en god evne til at hæve deres priser samt lav gæld i forhold til deres stabile indtjening. Det mindsker alt andet lige risikoen ved at investere i aktier og gør det nemmere at forblive investeret på aktiemarkedet i det lange løb. Det sidste er meget vigtigt, når målet er at tage del i den globale værdiskabelse, som de store aktiemarkedsafkast på langt sigt er baseret på.

Ansvarsfraskrivelse

ValueInvest Danmark kan på ingen måde gøres erstatningsansvarlig for de informationer, som findes i nærværende informationsmateriale - uanset om disse informationer mod forventning skulle være ukorrekte. ValueInvest Danmark kan derfor ikke pålægges ansvar for skader eller tab, der direkte eller indirekte er pådraget på grundlag af informationer, som findes i informationsmateriale. Indholdet af ValueInvest Danmarks informationsmateriale er tænkt som generel information og kan på ingen måde sidestilles med rådgivning. **Investering kan være forbundet med risiko for tab, og historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast.** Nærværende informationsmateriale indeholder oplysninger om historiske afkast og allokeringer, simulerede afkast samt prognoser, der således ikke kan opfattes som en garanti for fremtidige afkast eller allokeringer. Afkast kan blive formindsket eller forøget som følge af udsving i valutakurserne samt udviklingen på aktiemarkederne. Eventuelle udsagn om fremtiden, som er indeholdt i nærværende informationsmateriale, afspejler ledelsens, på daværende tidspunkt, aktuelle forventninger til fremtidige begivenheder og økonomiske resultater samt til konjunkturerne i verdensøkonomien og på finansmarkederne. Den type forventninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed, og vi vurderer, at usikkerheden er større, end hvad vi historisk har set. Og da det ydermere er behæftet med meget stor usikkerhed at give bud på den konkrete udvikling på de mange enkeltmarkeder, vi investerer på, vurderer vi, at det ikke er hensigtsmæssigt at komme med konkrete tal for afkastforventningerne for det kommende år. Investorer og andre, der tager beslutninger på grundlag af denne information, bør generelt foretage deres egne omhyggelige overvejelser om hvilke usikkerheder, der kan have betydning. Det anbefales derfor altid at søge professionel investeringsrådgivning og tillige vejledning om dertil knyttede individuelle skatteforhold, der påvirkes af den aktuelle investering. Der tages forbehold for trykfejl, produktændringer, kurser og lignende. For yderligere information, herunder prospekt, henvises til www.valueinvest.dk

Macquarie Investment Management Europe S.A. (MIME SA) er ikke et autoriseret indlånsinstitut i henhold til Banking Act 1959 (Commonwealth of Australia), og MIME SA's forpligtelser repræsenterer ikke indlån eller andre forpligtelser tilhørende Macquarie Bank Limited ABN 46 008 583 542. Enhver investering er underlagt investeringsrisiko, herunder eventuelle forsinkelser i tilbagebetaling og tab af indkomst og investeret hovedstol. Macquarie Bank Limited hverken garanterer eller yder på anden måde sikkerhed for MIME SA's forpligtelser.

This information material is not directed at or intended for persons resident in the United States of America, Canada, Australia, Japan, Switzerland or other jurisdictions outside of Denmark, nor is this information material an offer to provide, or a solicitation of any offer to buy or sell, products or services in the United States of America, Canada, Australia, Japan, Switzerland or other jurisdictions outside of Denmark.